

评级: 买入(维持)

市场价格: 30.20

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

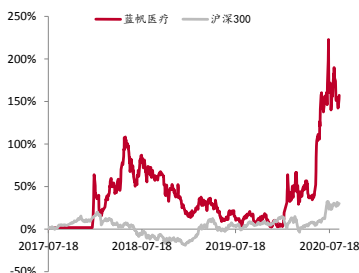
电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	964.03
流通股本(百万股)	703.44
市价(元)	30.20
市值(百万元)	29,113.74
流通市值(百万元)	21,243.98

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 蓝帆医疗(002382.SZ): 新冠疫情下手套利润实现高增长, 全年业绩可期
- 2 蓝帆医疗(002382.SZ): 大规模扩大丁腈手套产能夯实全球手套龙头地位, 心血管创新器械步入收获阶段
- 3 蓝帆医疗(002382.SZ): 手套业务量价齐升, 支架受疫情影响短期承压

公司盈利预测及估值

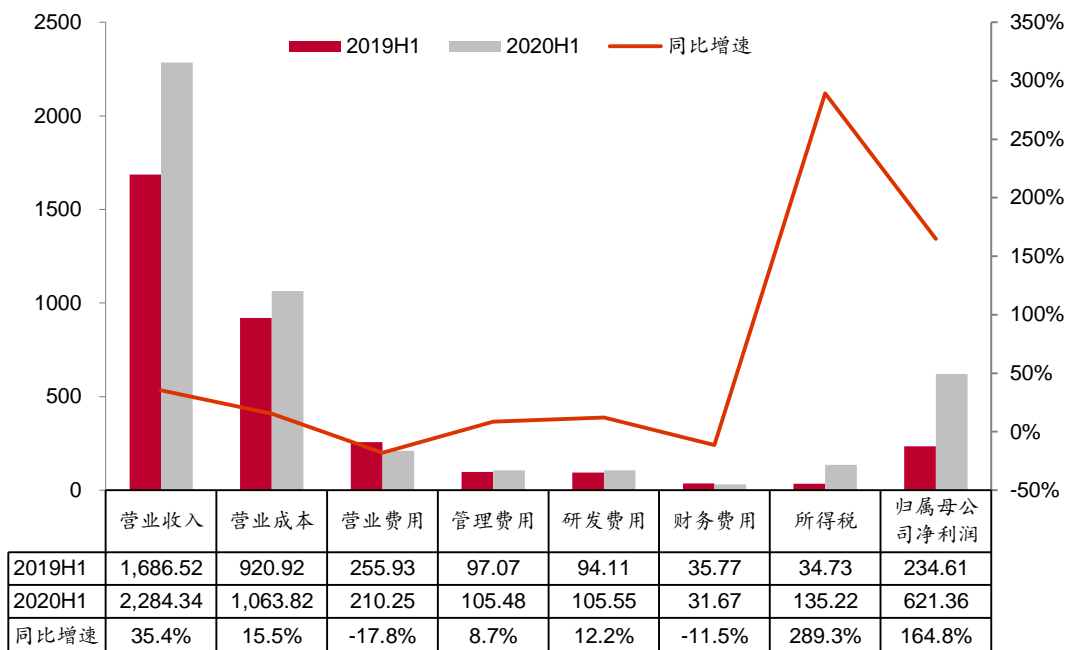
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2653.12	3475.61	7999.22	8076.97	8628.96
增长率 yoy%	68.35%	31.00%	130.15%	0.97%	6.83%
净利润	346.71	490.30	3257.61	2117.52	1738.96
增长率 yoy%	72.61%	41.41%	564.42%	-35.00%	-17.88%
每股收益(元)	0.36	0.51	3.38	2.20	1.80
每股现金流量	0.67	0.81	3.16	2.75	2.28
净资产收益率	4.45%	5.81%	28.68%	16.07%	11.85%
P/E	83.97	59.38	8.94	13.75	16.74
PEG	1.16	1.43	0.02	-0.39	-0.94
P/B	3.73	3.45	2.56	2.21	1.98

备注:

投资要点

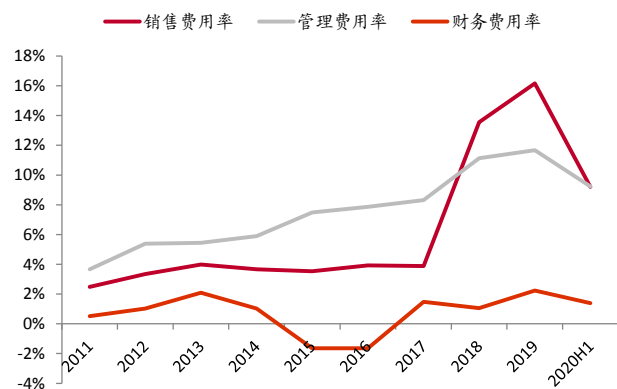
- **事件: 公司公告 2020 年中报, 实现营业收入 22.84 亿元, 同比增长 35.45%, 归母净利润 6.21 亿元, 同比增长 164.85%, 扣非净利润 6.12 亿元, 同比增长 179.14%, 同时公告 2020Q3 预告, 预计实现归母净利润 18-21 亿元, 同比增长 380-460%。**
- **2020Q3 业绩超预期, 手套受益疫情持续高增长, 盈利能力大幅提升。**公司 2020Q2 单季度实现营业收入 13.87 亿元, 同比增长 63.07%, 归母净利润 4.77 亿元, 同比增长 243.95%, 扣非净利润 4.79 亿元, 同比增长 246.45%, 主要是疫情下手套价格大幅提升带来收入利润的快速增长, 根据公司 2020Q3 预告, 单三季度实现归母净利润 12-15 亿元, 增速中值约 857%, 超市场预期, 手套板块的疫情红利持续。盈利能力上, 手套价格上涨带来手套毛利率从 2019 年的 15.30% 提升到 48.55%, 综合毛利率 53.43%, 同比提升 8.04pp, 公司净利率 27.37%, 同比提升 12.68pp。
- **海外疫情持续, 手套价格有望中期保持高位, 带动手套业绩持续快速增长。**2020H1 公司手套业务实现收入 15.79 亿元, 同比增长 97.47%, 在全球新冠疫情下, 手套供需严重失衡导致手套价格持续上升, 给公司带来较大业绩增量, 考虑到手套对技术和资金规模要求高, 产能很难快速释放, 我们预计手套价格有望中期保持高位。此外公司预计 2020 年下半年有至少 50 亿支 PVC、丁腈、TPE 手套等多个项目投产, 2021-2023 年公司还有 300 亿支丁腈手套产能陆续投产, 各类手套年产能合计达到近 600 亿支, 带来手套业务的长期成长性。
- **心血管业务短期承压, 中长期看药物球囊、心脏瓣膜等重磅新品陆续上市放量。**公司心血管器械业务 2020H1 实现收入 5.10 亿元, 同比下降 39.12%, 主要是受疫情持续下 PCI 手术量短期同比下降的影响, 考虑到重磅品种 BioFreedom、雷帕霉素族药物球囊、钴铬合金 BioFreedom 等有望在未来 1-2 年陆续获批, 叠加欧洲先进 TAVR 产品持续上量, 疫情后业绩有望加速回升。
- **盈利预测与估值:** 根据 2020 年中报, 我们调整盈利预测, 预计 2020-2022 年公司收入 79.99、80.77、86.29 亿元, 同比增长 130.15%、0.97%、6.83%, 归母净利润 32.58、21.18、17.39 亿元, 同比增长 564.42%、-35.00%、-17.88%, 对应 EPS 为 3.38、2.20、1.80。考虑到公司手套业务在疫情下量价齐升, 业绩有望持续超预期, 心血管创新器械产品即将进入收获阶段, 我们采用分部估值法, 则 2020 年合理市值约 500-600 亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品市场推广不达预期风险, 政策变化风险, 产品研发失败风险, 手套价格波动影响。

- 2020H1 公司营业收入 22.84 亿元，同比增长 35.45%，归母净利润 6.21 亿元，同比增长 164.85%，扣非净利润 6.12 亿元，同比增长 179.14%，同时公告 2020Q3 预告，预计实现归母净利润 18-21 亿元，同比增长 380-460%。
- 分业务来看，手套实现收入 15.79 亿元，同比增长 97.47%，主要是在全球新冠疫情下，手套供需严重失衡导致手套价格持续上升，给公司带来较大业绩增量，心脏介入器械实现收入 5.10 亿元，同比下降 39.12%，主要是受疫情持续下 PCI 手术量短期同比下降的影响。

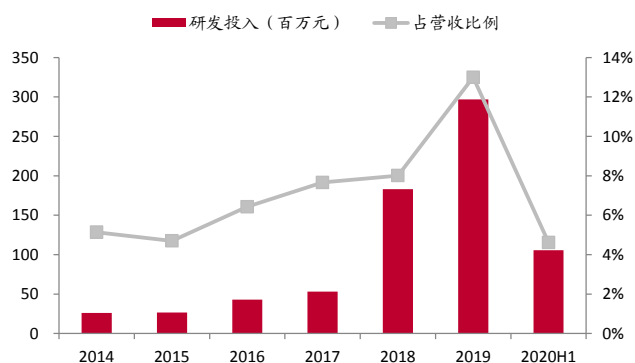
图表 1: 蓝帆医疗主要财务指标变化 (百万元)


来源：公司年报，中泰证券研究所

- 疫情下各项费用率下降。2020H1 公司销售费用率为 9.20%，同比下降 5.98pp，管理费用率为 9.24%，同比下降 2.10pp，财务费用率 1.39%，同比下降 0.73pp，主要是受疫情下差旅、会议等费用支出下降导致；考虑到高值耗材产品技术壁垒高，公司加强在心脑血管领域多品种的产品布局，研发投入持续提升，公司 2020H1 研发投入 1.06 亿元，占营收比重 4.62%。

图表 2: 蓝帆医疗期间费用率变化


来源：wind，中泰证券研究所

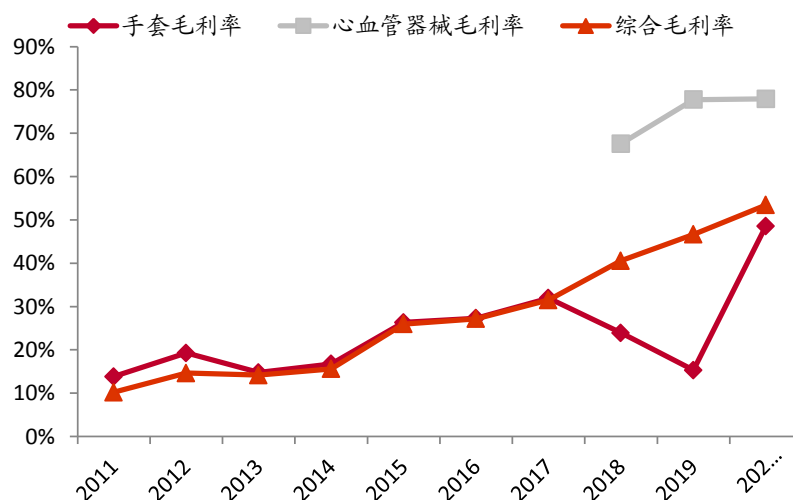
图表 3: 蓝帆医疗研发投入情况


来源：公司年报，中泰证券研究所

- 疫情下手套市场供需失衡带来价格持续上升，公司盈利能力大幅提高。

手套价格上涨带来手套毛利率从 2019 年的 15.30% 提升到 48.55%，综合毛利率 53.43%，同比提升 8.04pp，公司净利率 27.37%，同比提升 12.68pp。

图表 4：综合毛利率大幅提升



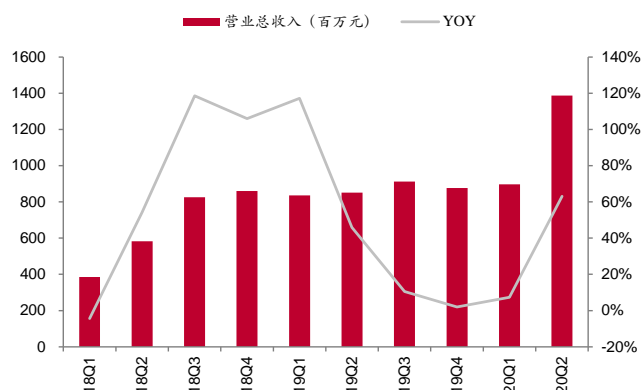
来源：公司年报，中泰证券研究所

- **分季度来看：**公司 2020Q2 单季度实现营业收入 13.87 亿元，同比增长 63.07%，归母净利润 4.77 亿元，同比增长 243.95%，扣非净利润 4.79 亿元，同比增长 246.45%，主要是疫情下手套价格大幅提升带来收入利润的快速增长，根据公司 2020Q3 预告，单三季度实现归母净利润 12-15 亿元，增速中值约 857%，超市场预期，手套板块的疫情红利持续。

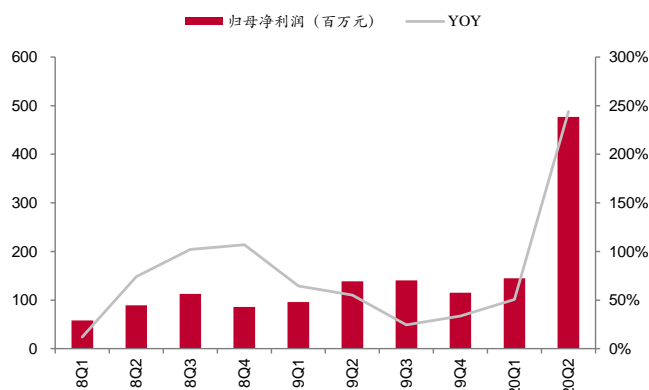
图表 5：蓝帆医疗分季度财务数据 (百万元)

	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q
营业收入	384.86	583.10	825.28	859.88	835.77	850.74	912.02	877.08	897.06	1,387.28
营收同比增长	-4.39%	54.15%	118.56%	105.93%	117.16%	45.90%	10.51%	2.00%	7.33%	63.07%
营收环比增长	-7.83%	51.51%	41.53%	4.19%	-2.80%	1.79%	7.20%	-3.83%	2.28%	54.65%
营业成本	281.39	380.15	436.20	479.08	481.85	439.07	482.80	451.14	509.83	537.22
营业费用	12.82	64.91	131.31	150.49	127.09	128.84	147.82	157.84	63.17	103.40
管理费用	27.13	48.59	97.75	171.36	84.97	106.20	107.57	106.79	48.35	122.96
财务费用	12.83	-9.19	11.25	13.31	25.40	10.37	6.84	35.17	-1.25	30.58
营业利润	46.75	104.98	142.80	69.20	110.85	156.65	161.34	139.43	151.33	589.75
利润总额	49.88	104.80	142.01	61.23	126.62	155.94	180.05	113.68	151.50	587.27
所得税	-8.19	13.14	25.27	-27.64	25.37	9.36	31.88	-9.77	22.38	110.80
归母净利润	58.40	89.31	112.89	86.11	96.05	138.56	140.65	115.04	129.19	476.58

来源：公司年报，中泰证券研究所

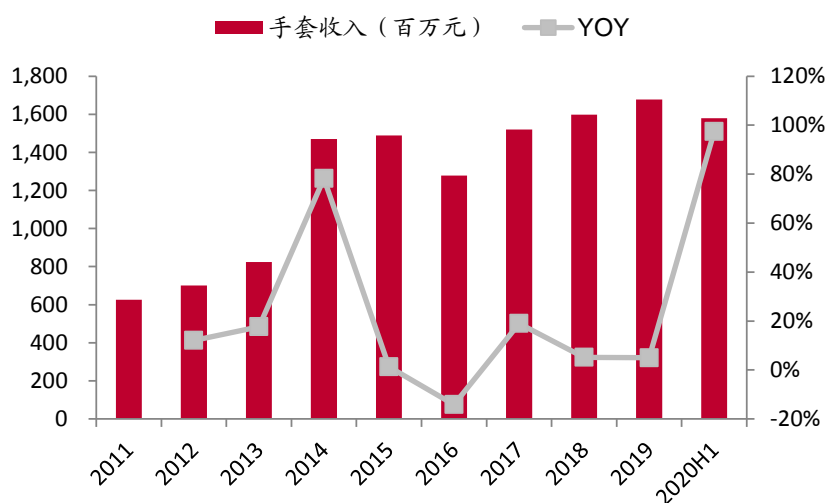
图表 6: 蓝帆医疗分季度营业收入变化


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 蓝帆医疗分季度归母净利润变化


来源: wind, 中泰证券研究所

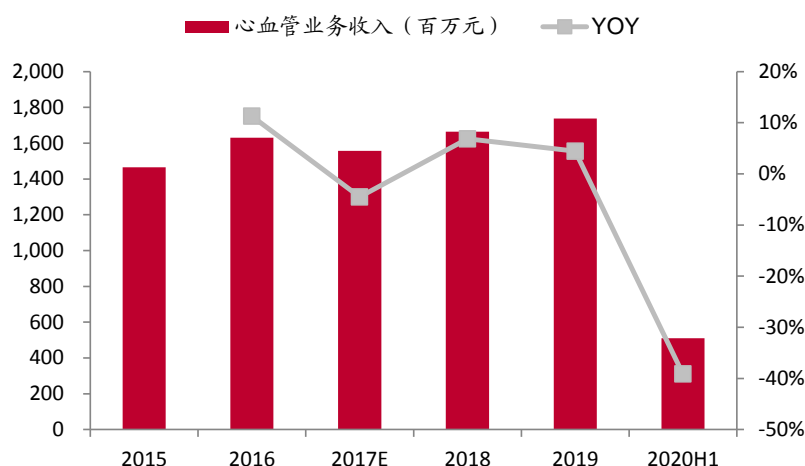
- 海外疫情持续, 手套价格有望中期保持高位, 带动手套业绩持续快速增长。**2020H1 公司手套业务实现收入 15.79 亿元, 同比增长 97.47%, 在全球新冠疫情下, 手套供需严重失衡导致手套价格持续上升, 给公司带来较大业绩增量, 考虑到手套对技术和资金规模要求高, 产能很难快速释放, 我们预计手套价格有望中期保持高位。此外公司预计 2020 年下半年仍将有至少 50 亿支 PVC 手套、丁腈手套、TPE 手套等多个项目投产, 全面提升公司的业务规模和行业影响力, 2021-2023 年公司还有 300 亿支丁腈手套产能陆续投产, 各类手套年产能合计达到近 600 亿支, 带来手套业务的长期成长性。

图表 8: 蓝帆医疗手套业务收入变化


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 心血管业务短期承压, 国内市场逐步恢复。**公司心血管器械业务 2020H1 实现收入 5.10 亿元, 同比下降 39.12%, 主要是受疫情持续下 PCI 手术量短期同比下降的影响, 但支架手术是已诊断患者的刚需, 疫情的爆发通常理解只会对支架手术数量造成时间上的前后调整, 预计疫情结束后会出现补偿性反弹。目前国内疫情已趋于稳定, 公司国内支架业务已恢复正常经营中, 上半年, 子公司吉威医疗新开发 234 家医院, EXCROSSAL 植入比去年同期增长 100%, 国内支架整体植入保持与去年同期基本持平。

图表 9: 蓝帆医疗心血管业务收入变化情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **持续创新奠定公司长期竞争力, 心血管业务即将迎来收获期。**公司子公司柏盛国际始终坚持产品技术研发, 目前储备了钴铬合金无聚合物药物涂层支架、莫司类全适应症药物球囊、二尖瓣修复、二尖瓣置换、新一代半顺应性预扩球囊、非顺应性高压球囊、微导管、特殊应用球囊导管产品等丰富的在研项目, 确保处于心脏介入医疗器械行业的技术前沿阵地:

 - **未来 1-2 年重磅品种 BioFreedom、载 BA9 药物球囊、钴铬合金版 BioFreedom 有望陆续获批。**公司研发的全球第一款无涂层药物支架 BioFreedom, 是全球范围内第一个能够将术后服用抗血小板药物从 1 年降至 1 个月的支架, 从根本上预防了病人的出血风险, 预计有望于 2021 年初在国内获批, 同时二代钴铬合金版有望于 2021 年在欧洲上市; 2020 年 8 月 11 日, 柏盛国际宣布 BA9 (雷帕霉素衍生物) 药物涂层球囊临床研究 REFORM 正式启动, 首例受试者已成功完成入组, 这个产品国内临床入组已经完成并进入随访阶段, 预计 2021 年中在国内获批。
 - **外延获得成熟先进 TAVR 产品, 即将在国内外同时启动新一代完全可回收 TAVR 的注册程序。**公司于 2020 年 6 月收购了 NVT AG, 成功进入结构性心脏病领域, 其部分可回收的二代 TAVR 在 2017 年获得 CE 认证, 并于 2019 年获批“瓣中瓣”适应症, 未来有望借助柏盛成熟欧洲、东南亚渠道快速放量, 并尽快推动 TAVR 产品在中国的落地发展。

风险提示

- **产品市场推广不达预期风险。**公司目前三款新产品 BioMatrix- α 、EXCROSSAL 和 BioFreedom 均处于市场推广期, 尤其是重磅产品 BioFreedom, 单价较市场现有金属支架更贵, 可能出现推广不达预期的风险。
- **政策变化风险。**中国医药行业正处于改革深水区, 公司目前将业务重心向中国市场倾斜, 可能面临高值耗材两票制、降价等政策变化风险。
- **产品研发失败风险。**公司的产品具有较强创新性, 后续仍在继续研发药物球囊等高值植入性产品, 属于各国监管的重点领域, 未来可能出现产

品研发失败的风险。

- **手套价格波动影响。**公司主营业务中手套价格随国内外供需关系影响，长期处于周期性波动情况，短期受疫情影响供小于需带来价格大幅提升，未来随着疫情缓解、供给提升，可能出现价格下降导致利润下降的风险。

图表 10: 蓝帆医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3445	4768	7042	8385	营业收入	3476	7999	8077	8629
现金	2243	2442	4476	5413	营业成本	1855	2532	3536	4445
应收账款	685	1575	1592	1700	营业税金及附加	25	58	59	63
其他应收款	17	40	40	43	营业费用	562	840	1131	1165
预付账款	56	77	107	134	管理费用	208	384	444	431
存货	416	642	845	1094	财务费用	78	137	114	107
其他流动资产	27	-7	-18	1	资产减值损失	-7	20	20	20
非流动资产	9814	11027	11795	12020	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	111	111	111	111	投资净收益	3	3	3	3
固定资产	1586	2782	3652	4021	营业利润	568	3796	2465	2023
无形资产	943	899	854	810	营业外收入	18	18	18	18
其他非流动资产	7175	7235	7178	7078	营业外支出	10	10	10	10
资产总计	13259	15795	18837	20404	利润总额	576	3804	2473	2031
流动负债	2658	2613	2719	2892	所得税	57	375	244	200
短期借款	797	500	400	300	净利润	519	3429	2229	1830
应付账款	432	683	888	1158	少数股东损益	29	171	111	91
其他流动负债	1429	1430	1430	1434	归属母公司净利润	490	3258	2118	1739
非流动负债	2138	1622	2626	2429	EBITDA	844	4175	2917	2540
长期借款	1944	1444	2444	2244	EPS (元)	0.51	3.38	2.20	1.80
其他非流动负债	194	178	182	185					
负债合计	4796	4235	5345	5321	主要财务比率				
少数股东权益	31	202	314	405	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	964	964	964	964	成长能力				
资本公积	5667	5667	5667	5667	营业收入	31.0%	130.2%	1.0%	6.8%
留存收益	1281	4442	6169	7654	营业利润	56.2%	568.0%	-35.1%	-17.9%
归属母公司股东权益	8432	11357	13178	14679	归属于母公司净利润	41.4%	564.4%	-35.0%	-17.9%
负债和股东权益	13259	15795	18837	20404	获利能力				
					毛利率(%)	46.6%	68.3%	56.2%	48.5%
					净利率(%)	14.1%	40.7%	26.2%	20.2%
					ROE(%)	5.8%	28.7%	16.1%	11.8%
					ROIC(%)	6.0%	29.8%	18.3%	14.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	36.2%	26.8%	28.4%	26.1%
					净负债比率(%)	76.72%	68.05%	70.76%	65.45%
					流动比率	1.30	1.82	2.59	2.90
					速动比率	1.13	1.56	2.26	2.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.55	0.47	0.44
					应收账款周转率	5	7	5	5
					应付账款周转率	4.05	4.54	4.50	4.35
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	3.38	2.20	1.80
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	3.16	2.75	2.28
					每股净资产(最新摊薄)	8.75	11.78	13.67	15.23
					估值比率				
					P/E	59.38	8.94	13.75	16.74
					P/B	3.45	2.56	2.21	1.98
					EVEBITDA	36	7	10	12

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	783	3047	2646	2203
净利润	519	3429	2229	1830
折旧摊销	198	242	339	410
财务费用	78	137	114	107
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-15	-932	-34	-146
其他经营现金流	5	175	2	4
投资活动现金流	-388	-1581	-1101	-621
资本支出	357	1560	1080	600
长期投资	39	0	0	0
其他投资现金流	8	-21	-21	-21
筹资活动现金流	28	-1267	489	-645
短期借款	647	-297	-100	-100
长期借款	-492	-500	1000	-200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-128	-470	-411	-345
现金净增加额	427	199	2034	936

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。